



Instituto Superior de Economia e Gestão

UNIVERSIDADE TÉCNICA DE LISBOA

DESDE 1911

MESTRADO
CONTABILIDADE FISCALIDADE E FINANÇAS
EMPRESARIAIS

TRABALHO FINAL DE MESTRADO
DISSERTAÇÃO

ESTUDO DA INFLUÊNCIA DOS MODELOS DE
CORPORATE GOVERNANCE NO DESEMPENHO DAS
EMPRESAS PORTUGUESAS COTADAS EM BOLSA

MIGUEL EDUARDO MATOS PITA RAMOS TUDELLA

FEVEREIRO – 2013



Instituto Superior de Economia e Gestão

UNIVERSIDADE TÉCNICA DE LISBOA

DESDE 1911

MESTRADO

CONTABILIDADE FISCALIDADE E FINANÇAS EMPRESARIAIS

TRABALHO FINAL DE MESTRADO

DISSERTAÇÃO

**ESTUDO DA INFLUÊNCIA DOS MODELOS DE
CORPORATE GOVERNANCE NO DESEMPENHO DAS
EMPRESAS PORTUGUESAS COTADAS EM BOLSA**

MIGUEL EDUARDO MATOS PITA RAMOS TUDELLA

ORIENTAÇÃO:

PROFESSORA DOUTORA MARIA JOÃO COELHO GUEDES

FEVEREIRO – 2013

Resumo

Este estudo pretende analisar os modelos de *Corporate Governance* aceites em Portugal de acordo com o código das sociedades comerciais, assim como estudar a influência da escolha de um modelo de *Corporate Governance* no desempenho das organizações, tendo-se aplicado para o efeito um modelo de regressão linear múltipla com dados em painel. Foram ainda tidas em conta alguns mecanismos internos de *Corporate Governance* como a concentração de propriedade, a dimensão e a independência do conselho de administração no desempenho das organizações. Relativamente à amostra esta é constituída pelas empresas portuguesas cotadas no PSI-Geral entre os anos de 2007 a 2010. Como medidas de desempenho utilizou-se o Q Tobin, o ROA e o ROE. Os resultados obtidos diferem de acordo com a medida de desempenho estudada. Através do Q Tobin e do ROE nenhuma variável se apresentou estatisticamente significativa para explicar o desempenho, sendo que quando se considerou o ROA a dimensão do conselho de administração apresentou uma influência positiva e significativa no desempenho das organizações.

Palavras-chave: Modelos de *Corporate Governance*, *Corporate Governance* em Portugal, mecanismos de *Corporate Governance*, teoria de agência, conselho de administração.

Abstract

This essay aims to analyze the models of Corporate Governance in Portugal that are acceptable according to the code of commercial companies, as well as studying the influence of the choice of a model of Corporate Governance in the performance of organizations, using for this purpose a multiple linear regression model with panel data. The influence of some internal corporate governance mechanisms such as ownership concentration, the size and independence of the board in the economic performance of organizations was taken into account. This sample is formed from Portuguese companies listed in the PSI-Geral from 2007 to 2010. We used Tobin's Q, ROA and ROE as measures of economic performance. The results vary according to the different performance measures. The Tobin Q and ROE showed that no variable is statistically significant in explaining economic performance but a significant and positive influence on the economic performance of organizations, in terms of ROA, was shown when considering the size of the board of directors.

Keywords: Corporate Governance models, Corporate Governance in Portugal, Corporate Governance mechanisms, agency problem, board.

Agradecimentos

Gostaria de agradecer em primeiro lugar à minha Orientadora, Professora Doutora Maria João Guedes, pela sua dedicação e compreensão, paciência, disponibilidade e sobretudo pela sabedoria demonstrada e transmissão infinita de conhecimentos.

Também não podia deixar de mencionar os meus pais Francisco e Judite, os meus irmãos, Francisco e Pedro e os meus avós, Joaquim, Maria José e Emília, pela motivação, apoio e incentivos demonstrados ao longo da minha vida académica e pessoal.

Por fim, um agradecimento especial à Inês, minha namorada.

Abreviaturas

CA – Conselho de Administração

CEO – *Chief Executive Officer*

CG – *Corporate Governance*

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

CONCP – Concentração de Propriedade

CSC – Código das Sociedades Comerciais

CVM – Código dos Valores Mobiliários

DIMCA – Dimensão do Conselho de Administração

EUA – Estados Unidos da América

FE – *Fixed Effects*

IMDCA – Independência do Conselho de Administração

IPCG – Instituto Português de *Corporate Governance*

MODEL – Tipo de modelo de *Corporate Governance*

OCDE – Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico

OLS – *Ordinary Least Squares*

PSI – *Portuguese Stock Index*

Q – Q de Tobin

RE – *Random Effects*

ROA – *Return on Assets*

ROC – Revisor Oficial de Contas

ROE – *Return on Equity*

STATA – *Data Analysis and Statistical Software*

UE – União Europeia

Índice de Figuras e Tabelas

TABELA 1 – SINAIS ESPERADOS PARA OS MECANISMOS DE <i>CORPORATE GOVERNANCE</i>	22
TABELA 2 – ESTATÍSTICA DESCRITIVA DAS VARIÁVEIS.....	23
TABELA 3 – MATRIZ DE CORRELAÇÃO DAS VARIÁVEIS.....	24
TABELA 4 – <i>HAUSMAN TEST</i>	25
TABELA 5 – RESULTADOS DOS MODELOS DE REGRESSÃO LINEAR – VARIÁVEL DEPENDENTE Q TOBIN.....	25
TABELA 6 – RESULTADOS DOS MODELOS DE REGRESSÃO LINEAR – VARIÁVEL DEPENDENTE ROA.....	27
TABELA 7 – RESULTADOS DOS MODELOS DE REGRESSÃO LINEAR – VARIÁVEL DEPENDENTE ROE	28

Índice

ÍNDICE DE FIGURAS E TABELAS.....	I
I. INTRODUÇÃO.....	2
II. REVISÃO DA LITERATURA	4
2.1. CORPORATE GOVERNANCE	4
2.1.1. <i>Enquadramento</i>	4
2.1.2. <i>Teoria de agência</i>	5
2.2. <i>Corporate Governance em Portugal</i>	6
2.2.1. <i>Modelo Anglo-Saxónico</i>	8
2.2.2. <i>Modelo Latino</i>	8
2.2.3. <i>Modelo Dualista</i>	9
2.3. MECANISMOS DE CORPORATE GOVERNANCE	10
2.3.1. <i>Dimensão do conselho de administração</i>	10
2.3.2. <i>Independência do Conselho de Administração</i>	12
2.3.3. <i>Concentração de propriedade</i>	14
III. DEFINIÇÃO DOS DADOS E METODOLOGIA.....	15
3.1. DEFINIÇÃO DAS VARIÁVEIS	16
3.1.1 VARIÁVEIS DEPENDENTES	16
3.1.2. VARIÁVEIS INDEPENDENTES.....	19
3.2.METODOLOGIA	20
3.3. HIPÓTESES DE ESTUDO	21
IV. ANÁLISE DE RESULTADOS	22
V. CONCLUSÃO	29
5.1. CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	29
5.2. CRÍTICAS E LIMITAÇÕES.....	30
5.3. SUGESTÕES PARA INVESTIGAÇÕES FUTURAS	30
VII. REFERÊNCIAS	32

I. Introdução

Existe uma preocupação crescente com o desenvolvimento económico, resultante não só do enquadramento mundial actual, mas também do percurso criado ao longo dos anos, onde as decisões tomadas pelos agentes económicos assumem um factor preponderante na economia, sobretudo no dia-a-dia das organizações.

As crises financeiras pelas quais temos passado são um importante alerta de que é necessário dedicar mais tempo à análise dos sistemas económicos, a fim de se tentarem evitar situações de má gestão e fraude.

Neste contexto surge a necessidade de perceber com mais detalhe o impacto da *Corporate Governance* (CG) no desempenho das empresas portuguesas, nomeadamente a influência do tipo de modelo adoptado, uma vez que grande parte dos estudos até agora têm em conta os mecanismos internos de CG, dando menos relevância ao impacto do tipo de modelo (Modelo Latino, Modelo Anglo-Saxónico e Modelo Dualista, à frente definido).

Entende-se como *Corporate Governance* o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e controladas (OCDE, 1999). Em Portugal tem-se assistido a uma crescente preocupação na adopção de medidas que conduzam a uma maior responsabilização e transparência por parte das sociedades. De modo a permitir às empresas uma adopção das medidas de CG de forma mais eficiente, a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) tem emitido uma serie de recomendações e regulamentos, como veremos mais à frente.

Ao abordar a temática de CG há que ter em conta a teoria de agência. A CG tem como objectivo estudar as várias formas de resolver os potenciais problemas de coordenação entre gestores e accionistas, de modo a alinhar os interesses dos accionistas com os interesses dos gestores. Segundo Jensen e Meckling (1976, pág.308) a relação de agência define-se como “o contrato sob o qual uma ou mais pessoas (o principal) incumbem a outra pessoa (o agente) de realizarem algum tipo de serviços em seu favor, envolvendo a delegação ao agente de alguma autoridade para tomar decisões”.

Com este estudo pretendeu-se analisar o impacto de mecanismos de CG, como a Dimensão do Conselho de Administração, a Independência do Conselho de Administração e a Concentração de Propriedade, assim como o tipo de modelo adoptado no desempenho económico das

empresas através das métricas Q de Tobin (Q), Rendibilidade do Activo (ROA) e a Rendibilidade do Capital Próprio (ROE).

Os resultados obtidos não permitiram concluir que haja uma relação significativa entre a escolha de um modelo de CG e o desempenho económico, sendo que este se mostrou estatisticamente insignificante, independentemente das medidas de desempenho utilizadas, levando a concluir que com a amostra em causa não existe uma relação entre a escolha de um modelo de CG e o desempenho económico das empresas portuguesas cotadas em bolsa.

Relativamente aos mecanismos de CG os resultados obtidos foram variando de acordo com a métrica de desempenho adoptada. No caso do Q de Tobin verificámos que nenhuma variável mostrou ser estatisticamente relevante, apresentando sinais contrários para os coeficientes estimados. Quanto ao ROA só a dimensão do conselho de administração mostrou ser estatisticamente relevante, apresentando um impacto positivo, contrariando o resultado esperado. Deste modo concluímos que quanto maior for a DIMCA melhor será o desempenho económico das empresas portuguesas em análise. Por fim verificámos que todas as variáveis se mostraram estatisticamente insignificantes quando se utilizou o ROE como medida de desempenho.

A estrutura do estudo está dividida em cinco capítulos sendo que a introdução constitui o ponto de partida. O segundo capítulo corresponde à revisão da literatura onde é apresentada a definição de CG e a Teoria de Agência, assim como a temática de CG em Portugal e os três modelos aceites de acordo com o Código das Sociedades Comerciais – Modelo Latino, Modelo Anglo-Saxónico e Modelo Dualista. É também efectuada uma breve reflexão sobre alguns mecanismos de CG como a dimensão e independência do Conselho de Administração e a Concentração de Propriedade. A definição dos dados e metodologia correspondem ao terceiro capítulo sendo que a definição das variáveis dependentes e independentes, a Metodologia e as Hipóteses de Estudo propostas, constituem os temas abordados. As variáveis de desempenho (variáveis dependentes) utilizadas para este estudo foram o Q de Tobin, o ROA e o ROE. Por sua vez, os mecanismos e o tipo de modelo de CG adoptado pelas empresas portuguesas cotadas em bolsa, no PSI geral, reportam-se às variáveis independentes. O quarto capítulo debruça-se sobre a análise dos resultados, e por fim, o quinto capítulo corresponde à conclusão, da qual fazem parte as considerações finais, as críticas e limitações deste estudo, bem como as sugestões para investigações futuras.

II. Revisão da literatura

2.1. Corporate Governance

2.1.1. Enquadramento

O conceito de *Corporate Governance* tem vindo a conquistar uma maior importância na gestão das sociedades. *CG* constitui o sistema através do qual as sociedades são dirigidas e controladas (OCDE, 1999).

De acordo com Mathiesen (2002), a *CG* integra a área das ciências económicas que procura motivar e garantir uma gestão eficiente das empresas através da utilização de mecanismos de incentivo, nomeadamente contratos, mapas organizacionais e legislação.

A Organização de Cooperação e de Desenvolvimento Económico (OCDE) (2004) apresenta uma definição bastante completa para o conceito de *CG*, nomeadamente: a *CG* compreende um conjunto de relações entre a gestão da empresa (órgão de administração), os seus accionistas e outros sujeitos com interesses relevantes; a *CG* estabelece a estrutura através da qual são fixados os objectivos da empresa e são determinados e controlados os meios para alcançar esses objectivos; a *CG* proporciona incentivos adequados para que o órgão de administração e os gestores prossigam objectivos que sejam do interesse da empresa e dos seus accionistas, devendo facilitar uma fiscalização eficaz.

Conforme a definição apresentada pela CMVM (Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas, 2005, pág.1), por *CG* entende-se “o sistema de regras e condutas referentes ao exercício de direcção e controlo das sociedades”. Segundo esta perspectiva a *CG* está centrada nas sociedades emittentes de acções admitidas à negociação em mercado regulamentado, e admite uma vertente interna e uma vertente externa. A vertente interna corresponde ao conjunto das regras organizativas dentro de cada sociedade cotada e a vertente externa corresponde à avaliação do desempenho das sociedades, feito através do normal funcionamento dos mecanismos de mercado, domínio onde o papel dos investidores institucionais assume uma importância substancial.

A reflexão sobre *CG* não tem como objectivo a imposição de modelos uniformes e rígidos. De acordo com a OCDE, (2004, pág.13) “*there is no single model of good corporate governance*”.

Segundo Cadbury (1992), as práticas de *CG* tendem a criar equilíbrio entre os objectivos económicos e sociais, bem como entre os objectivos individuais e colectivos. Esta estrutura

incentiva o uso eficiente dos recursos, permitindo atingir níveis superiores de justiça. Através da implementação e cumprimento de regras que têm como principais objectivos o tratamento equitativo e imparcial de todos os accionistas, eliminam-se as assimetrias existentes nas empresas e promove-se a transparência das operações e a exigência de responsabilidades ao conselho de administração.

É usual identificarem-se dois sistemas principais de governo das sociedades – o sistema continental e o sistema anglo-saxónico. O primeiro, também referenciado por sistema baseado nas relações, assenta sobretudo sobre o sistema interno e é conotado com o governo das empresas de países da Europa continental, como a Alemanha, e de países como o Japão. Aí, a propriedade é muito concentrada, com bancos, empresas e famílias a dominarem expressivas fatias do capital das empresas cotadas (La Porta et al., 1998), verificando-se uma maior protecção dos investidores (La Porta et al., 2000). O sistema anglo-saxónico, igualmente designado como sistema de controlo externo ou sistema de controlo pelo mercado tem como características a dispersão do capital e a delegação das responsabilidades de gestão. Este sistema é típico de países como os EUA e o Reino Unido, bem como de países de expressão e influência anglo-saxónica, onde predomina a propriedade dispersa e onde os mecanismos de protecção dos accionistas são mais fracos (La Porta et al., 2000). É fundado na crença do auto-interesse e de que os mercados descentralizados podem funcionar como auto-regulador de forma balanceada.

2.1.2. Teoria de agência

A teoria de agência é vista como explicativa da problemática de CG (Jensen e Meckling 1976). Estes autores definem a relação de agência como “o contrato sob o qual uma ou mais pessoas (o principal) incumbem a outra pessoa (o agente) de realizarem algum tipo de serviços em seu favor, envolvendo a delegação ao agente de alguma autoridade para tomar decisões” (Jensen e Meckling, 1976, pág.308). Segundo os autores as relações entre accionistas e gestores devem ser reguladas através da criação de um contrato segundo o qual seja possível equilibrar o poder entre as partes interessadas e a consequente exigência de responsabilidades.

A teoria de agência é fundamental para o enquadramento da CG (Neves, 2006) e permite analisar os conflitos de interesses resultantes da relação entre os proprietários da empresa (accionistas) e os seus agentes (gestores). Através das estruturas e órgãos societários, assim como através de sistemas de gestão e avaliação da performance, incluindo sistemas de

remuneração e incentivos, é possível alinhar os interesses dos accionistas com os interesses dos gestores.

Neste sentido, a CG tem como intuito estudar as várias formas de resolver os potenciais conflitos decorrentes de objectivos díspares entre os accionistas, detentores do capital, e os gestores detentores do conhecimento (Matos, 2009).

Este conflito de interesses resulta da assimetria de informação entre os gestores e os accionistas (Matos, 2010), uma vez que os gestores têm acesso privilegiado à informação. Isto pode levar, por vezes, à manipulação de capital. Os accionistas aplicam muito dinheiro nas empresas e a limitação de informação aumenta a desconfiança e impossibilita o acompanhamento dos resultados, levantando problemas de coordenação entre gestores e accionistas – teoria de agência.

Na perspectiva de Shleifer e Vishny (1997), a relação de agência debruça-se principalmente sobre a relação entre a propriedade e o controlo, pelo que é necessária a implementação de estruturas capazes de acompanhar os resultados, avaliar a performance e remunerar de acordo com a realização desses resultados face aos objectivos traçados (Neves, 2006).

Segundo Baker *et al.* (1988) um dos principais problemas existente na relação de agência consiste na determinação da contribuição individual de cada agente para o resultado da empresa, dado que os indicadores de desempenho económico podem ser objectivos ou subjectivos, dificultando a quantificação dos mesmos.

Um sistema de incentivos alinhado com os interesses dos accionistas é condição essencial para se conseguir alcançar o comportamento desejado por parte do agente (Neves, 2006).

2.2. Corporate Governance em Portugal

Em Portugal, o tema relativo à CG está cada vez mais presente tendo grande importância nos debates sobre a confiança dos investidores e a forma de governar as sociedades, embora se encontre ainda pouco desenvolvido. Segundo Heidrick e Struggles (2003, pág.28) “a prática do governo das sociedades em Portugal permanece muito aquém dos padrões aceites a nível europeu e as empresas portuguesas ainda têm um longo caminho a percorrer até os mercados internacionais sentirem confiança para investir em Portugal”.

Desde 1999 que vários normativos e códigos têm sido aprovados pela CMVM de modo a permitir e exigir às empresas a adopção das medidas de CG de uma forma mais eficiente.

Os principais diplomas legais que regulam as instituições de governação empresarial em Portugal estão no Código das Sociedades Comerciais (CSC), aprovado pelo Decreto-Lei nº 262/1986, de 2 de Novembro, e no Código dos Valores Mobiliários (CVM), aprovado pelo Decreto-Lei nº 486/99, de 13 de Novembro.

Relativamente ao CSC este estabelece os aspectos relacionados com o controlo e direcção das sociedades, não se fixando somente às sociedades cotadas, estabelecendo os direitos e deveres dos sócios, administradores e membros dos órgãos de fiscalização, promovendo a protecção dos sócios minoritários e dos credores, entre os quais se incluem os trabalhadores. Quanto ao CVM, estabelece as normas e consequências jurídicas para as sociedades abertas, que se caracterizam por terem as suas acções dispersas pelo público (Câmara, 2001).

A reflexão sobre CG em Portugal não pretende impor um modelo obrigatório. Em 2006 foi publicado o Decreto-Lei nº 76-A/2006, onde foram introduzidas importantes alterações ao CSC, destacando-se o alargamento dos modelos de CG aceites em Portugal - Modelo Anglo-Saxónico, Modelo Latino e Modelo Dualista. Assistiu-se também a um reforço dos deveres fiduciários dos órgãos sociais assim como a obrigatoriedade de membros independentes nos órgãos de fiscalização.

Deste modo, segundo o art. 278º do CSC relativamente à estrutura da administração e da fiscalização, estas podem ser estruturadas segundo uma de três modalidades:

1. Através de um conselho de administração e conselho fiscal (modelo Latino).
2. Através de um conselho de administração, compreendendo uma comissão de auditoria e revisor oficial de contas (modelo Anglo-Saxónico)
3. Através de um conselho de administração executivo, conselho geral e de supervisão e revisor oficial de contas (modelo Dualista)

Foi publicado igualmente em 2006, pelo Instituto Português de Corporate Governance (IPCG), um instrumento pedagógico de divulgação da CG e de assuntos relacionados, com uma componente de Código do Bom Governo, intitulado “Livro Branco”. Este documento tem como âmbito a delimitação jurídico-institucional do governo das sociedades em Portugal, reconhecendo as diferentes fontes normativas de gestão, fiscalização e controlo das empresas portuguesas, percebendo o sentido da sua evolução e estabelecendo a comparação do estágio de evolução em Portugal com as normas da UE e os princípios da OCDE.

Com o intuito de dar seguimento ao “Livro Branco” o IPCG publicou em 2010 o Código dos Valores Mobiliários (CVM), fazendo alusão a um conjunto de princípios e recomendações que abarcam os mais importantes temas de governo das sociedades, tendo em 2012 apresentando um novo Código de Governo das Sociedades constituindo deste modo uma alternativa ao Código de Governo divulgado pela CMVM.

De seguida serão apresentados os três modelos de *Corporate Governance* vigentes em Portugal.

2.2.1. Modelo Anglo-Saxónico

O Modelo Anglo-Saxónico é constituído por um Conselho de Administração (CA) auxiliado por uma Comissão de Auditoria e um revisor oficial de contas (Esperança et al. 2011), podendo ainda ser composto por uma Comissão Executiva e uma Comissão de Vencimentos. Ao contrário dos outros modelos este não permite a designação de um administrador único.

Deste modo o conselho de administração deve ser composto no mínimo por cinco elementos dos quais três irão fazer parte da comissão de auditoria, não exercendo funções executivas, garantindo-se assim a independência entres os membros da comissão de auditoria e da comissão executiva. Outra das características é o facto de o CA ter de ser constituído pelo menos por um administrador independente. A principal diferença deste modelo é o facto da função fiscalizadora ser executada pelo próprio órgão, o que “se pode designar por “autocontrolo”, já que as pessoas responsáveis pelo exercício da função fiscalizadora são membros de pleno direito, do órgão responsável pela administração da sociedade” (Governo das sociedades anónimas: propostas de alteração ao código das sociedades comerciais, CMVM 2006, pág. 34).

O facto de se exigir aos membros da comissão de auditoria certos requisitos de independência relativamente aos membros executivos é uma das vantagens deste modelo, levando a menores custos de agência.

2.2.2. Modelo Latino

O modelo latino é caracterizado pela existência de um Conselho de Administração, ou administrador único, e um Conselho Fiscal, ou fiscal único (Esperança et al., 2011), podendo ainda incluir um revisor oficial de contas (ROC) externo à organização – Modelo Latino Reforçado. As empresas cotadas em bolsa, se optarem por este modelo, têm que seguir o modelo latino reforçado.

Relativamente ao Conselho de Administração, deve ser composto por dois ou mais administradores, excepto nos casos em que o capital das empresas não seja superior aos 200 000 euros, podendo neste caso ser constituído apenas por um (art.º 390 do CSC). Estes tanto podem ser administradores executivos como não executivos, sendo ainda possível existir uma comissão executiva.

Cabe ao Conselho de Administração deliberar sobre assuntos relacionados com os poderes de gestão e de representação, com a comissão executiva assim como com a delegação de poderes de representação, devendo submeter-se às decisões da Assembleia Geral ou do órgão de fiscalização nos casos em que a lei ou os estatutos assim o determinem.

Quanto ao Conselho Fiscal este pode ser constituído no máximo por cinco elementos podendo também funcionar como órgão unipessoal, sendo que nesse caso deverá ser o ROC ou a sociedade de revisores oficiais de contas a ser designado como fiscal único. Este órgão tem como função exercer a fiscalização a nível interno, nomeadamente a actividade da administração, assim como a verificação das contas da sociedade, sendo que os membros constituintes do conselho fiscal deverão ser maioritariamente independentes (art.º 414 do CSC). Pode ainda ser fiscalizada a nível externo por um auditor independente – ROC.

2.2.3. Modelo Dualista

O modelo dualista é caracterizado pela existência de dois órgãos com responsabilidade pela administração da empresa, o Conselho de Administração Executivo e o Conselho Geral e de Supervisão. Aqui é notória uma clara separação das funções executivas e não executivas (ou de supervisão) entre estes dois órgãos de administração distintos. O Conselho Geral e de Supervisão é constituído exclusivamente por administradores não executivos, sendo que no caso das sociedades abertas este deve ser constituído por membros não executivos do tipo independente, de acordo com os critérios de independência definidos no art.º 414 n.º5 do CSC. O Conselho de Administração Executivo é composto na totalidade por membros executivos. De realçar também a existência de um Revisor Oficial de Contas.

Segundo o Livro Branco (2006, pág. 24), o modelo dualista *“visa criar uma estrutura intermédia (conselho geral) entre a assembleia geral e os gestores executivos (direcção), a qual além de outras funções deve desempenhar um papel de fiscalização e de controlo dos administradores executivos e, por consequência, dos accionistas a quem esses administradores se encontrem ligados”*.

2.3. Mecanismos de Corporate Governance

Um dos objectivos da CG é criar mecanismos que visem o controlo e a monitorização dos negócios tanto pelos gestores como principalmente pelos accionistas, minimizando os problemas de agência e alinhando os interesses dos accionistas com o dos gestores.

Jensen (1993) divide os mecanismos de CG em quatro grupos distintos: Legislação e Regulamentação, Controlo Externo, Competição no Mercado de Produtos e Controlo Interno.

Neste estudo focamo-nos nos mecanismos de controlo interno, como a composição do conselho de administração, nomeadamente na questão da dimensão, da independência e da concentração de propriedade.

2.3.1. Dimensão do conselho de administração

O conselho de administração é visto como o vértice da pirâmide da hierarquia das organizações (Esperança et al., 2011). Cabe-lhe a responsabilidade de monitorizar, aconselhar, contratar, despedir e remunerar os gestores, tomar as decisões estratégicas, representar a empresa nas relações com os constituintes e informar os accionistas (Denis, 2001).

De acordo com Charreaux (2000), o conselho de administração pode ser visto como o mecanismo de CG que mais contribui para a maximização do valor para os accionistas.

Fama e Jensen (1983) afirmam que a dimensão do CA é um dos aspectos mais importantes capazes de reflectir a capacidade de se acompanhar e controlar as actividades de gestão desenvolvidas.

A dimensão do CA varia de país para país, não existindo uma regra para determinar o número óptimo de administradores. Em Portugal a legislação existente não fixa um número de membros para os órgãos de administração, embora os estatutos devam fixar esse número de acordo com os limites legais referidos no art. 390º do CSC: “(1) o conselho de administração é composto por um número ímpar de membros fixado no contrato; (2) o contrato de sociedade pode dispor que a sociedade tenha um só administrador, desde que o capital social não exceda 200 000 euros”.

Segundo Jensen (1993) e Lipton e Lorsch (1992), os CA com maior número de membros podem ser menos eficazes do que conselhos mais pequenos, levando a um aumento dos problemas de agência. Apesar de um maior número de administradores facilitar a supervisão e o controlo, poderá ter efeitos negativos no desempenho empresarial, podendo levar a que os cargos se

tornem mais simbólicos e menos eficazes pondo em causa os seus reais deveres de controlo e monitorização. Dalton et al. (1999) segue o mesmo raciocínio ao afirmar que à medida que o CA aumenta, os problemas de agência aumentam igualmente e o CA assume uma posição mais simbólica do que activa no processo de gestão.

Jensen (1983) afirma que quando os CA ultrapassam os sete ou oito membros têm menor probabilidade de serem eficazes e serão mais facilmente controláveis pelo *Chief Executive Officer* (CEO).

Diversos estudos, entre eles os de Yermack (1996), Eisenberg (1998), apontam para a existência de uma relação negativa entre a dimensão do CA e o desempenho económico das organizações, ou seja, que CA mais pequenos levam a melhores resultados económicos. Yermack (1996) através de uma amostra constituída pelas 452 maiores empresas industriais para o período de 1984-1991, verificou uma relação negativa significativa entre a dimensão do CA e o desempenho económico das organizações através do Q de Tobin. Constatou também que as organizações que possuíam um CA de pequenas dimensões apresentavam melhores rácios financeiros e um melhor desempenho por parte dos administradores. Um resultado semelhante obteve Eisenberg (1998) num estudo efectuado a 500 empresas, mas com a particularidade de a amostra ser constituída por empresas finlandesas de pequena e média dimensão. Segundo o autor, a escolha da dimensão e estrutura dos CA destas eram diferentes das grandes companhias. Este estudo foi importante pois obteve-se os mesmos resultados de outros efectuados em empresas de grandes dimensões.

Mak e Kusnadi (2005) também chegaram a uma relação negativa entre a dimensão do CA e o desempenho económico através de uma amostra constituída por empresas de Singapura e Malásia utilizando o Q de Tobin. Liang e Li (1999) chegaram à mesma conclusão mas com dados sobre empresas chinesas, assim como Loderer e Peyer (2002) com empresas suíças e ainda Andres et al. (2005) com uma amostra constituída por empresas dos dez maiores países da OCDE.

Contrariamente a estes autores temos o exemplo de Pfeffer (1973), Pearce e Zahra (1991) e de Lehn et al. (2003) que sugerem que CA de maiores dimensões poderão trazer mais vantagens à organização criando uma maior eficiência na tomada de decisão e uma maior identidade corporativa. Também Adams e Mehran (2003), Kiel e Nicholson (2003) e Beiner et al. (2004)

encontraram uma relação positiva significativa entre a dimensão do CA e a performance das organizações.

Houve também estudos em que não se concluiu haver uma relação significativa entre o desempenho económico e a dimensão do CA, como foi o caso do de Jong et al. (2000).

2.3.2. Independência do Conselho de Administração

A relação entre os membros não executivos e/ou independentes com os restantes constituintes do conselho de administração é um dos mecanismos de CG que mais tem sido estudado ao longo dos anos para se perceber a sua influência no desempenho económico das organizações. Exemplo disso são estudos efectuados por diversos autores como Baysinger e Butler (1985), McKnight e Mira (2003), entre outros, cujos resultados iremos analisar mais à frente.

A ideia de um conselho de administração apenas composto por directores executivos é, segundo Meckling, Fama e Jensen (1983), sinónimo de pouca eficácia, sendo que Jensen (1993) vai mais longe ao afirmar que os directores executivos têm menor probabilidade de supervisionar o desempenho do CEO, pois a evolução das suas carreiras depende em boa parte do próprio CEO.

Bhagat e Black (1999) também recomendam um conselho de administração composto maioritariamente por membros independentes já que existe uma maior probabilidade de aumentar o número de administradores independentes quando as organizações apresentam fracos desempenhos económicos. Esta opinião é também partilhada por autores como Hermalin e Weisbach (1998).

No que diz respeito à estrutura do Conselho de Administração, a CMVM (2009) recomenda às empresas portuguesas cotadas em bolsa que este seja constituído por um número adequado de administradores independentes, de modo a garantir a efectiva capacidade de supervisão, fiscalização e avaliação dos membros executivos

Estudos encontrados sobre a temática da independência do Conselho de Administração utilizam com frequência como variável de independência a percentagem de administradores não executivos como uma medida de aproximação para a independência do CA, de modo a contornar as definições de independência que podem variar de país para país. (Guest, 2008).

Segundo as recomendações da comissão da União Europeia de 15 de Fevereiro de 2005 ponto 13.1, Secção III, L52/56, “Um Administrador deve ser considerado independente se não tem quaisquer relações comerciais, familiares ou outras – com a sociedade, com o Accionista que detém o controlo, ou com os órgãos de direcção de qualquer deles – que possam originar um conflito de interesses susceptível de prejudicar a sua capacidade de avaliação”.

Deste modo, segundo Jensen (1993), se a estrutura do conselho de administração não satisfizer certos requisitos pode-se considerar que este não desempenha de forma integral as suas funções.

De acordo com Weir (1997) e Firth et al. (2002) os membros independentes contribuem com ideias novas, autónomas e objectivas, embora possam segundo Raheja (2005) ser pouco eficientes por não estarem a par das limitações e oportunidades da organização. Baysinger e Hoskisson (1990) partilham da mesma ideia, afirmando que os administradores executivos tem acesso a melhores informações, o que os leva a ser mais eficientes. Deste modo constatamos que não existe uma unanimidade sobre a tese de a independência do conselho de administração conduzir a um desempenho superior por parte das empresas (Bhagat e Black, 2002).

De facto alguns estudos como o de Baysinger e Butler (1985) constataram que as empresas do início dos anos 70 com maior proporção de administradores independentes demonstraram, em média, um desempenho económico superior no final dos anos 80. Outra das conclusões apresentadas foi o facto de as empresas com melhor desempenho económico serem constituídas na sua maioria por conselhos de administração com mais de cinquenta por cento de administradores independentes.

McKnight e Mira (2003) também chegaram a uma relação positiva entre a proporção de administradores não executivos no conselho de administração e o desempenho da organização, através do Q de Tobin, assim como Schellenger et al. (1989) mas este através da rentabilidade do activo (ROA).

Ezzamel e Watson (1993) igualmente concluíram que administradores independentes estavam associados a um melhor desempenho da empresa, tal como Pearce e Zahra (1992) e Daily e Dalton (1993).

Em contraste, Klein et al. (2004), Subrahmanyam et al. (1997), e Agrawal e Knoeber (1996) encontraram uma relação negativa entre a independência do CA e o desempenho económico das organizações, assim como Weir e Laing (1999) e Yermack (1996).

Por último existem estudos que não encontraram relações estatisticamente significativas. São exemplo disso autores como Haniffa e Hudaib (2006), Klein (1998), e Hermalin e Weishbach (1991), que não encontraram qualquer relação significativa entre a proporção de membros externos do conselho de administração e o desempenho das organizações através do rácio de Q de Tobin e do ROA.

Dulewicz e Herbert (2004) também não encontraram uma relação significativa entre a proporção de membros externos e/ou independentes no conselho de administração e o desempenho das organizações, assim como Chaganti et al. (1985) e Daily e Dalton (1992) e Peng (2004).

2.3.3. Concentração de propriedade

A existência de accionistas com grande percentagem de capital nas empresas pode ser benéfica. Shleifer e Vishny (1997) afirmam que os grandes investidores são necessários, pois têm o poder de forçar os gestores a distribuir os lucros. Porém estes investidores têm direitos legais que devem ser respeitados de modo a que possam exercer o seu poder junto da gestão. Segundo o mesmo autor a existência de grandes accionistas poderá ser benéfica levando a uma redução dos custos de agência, dado que estes possuem tanto o interesse na maximização do valor quanto o poder suficiente para verem os seus interesses realizados.

Alguns autores afirmam que a concentração de propriedade contribui para um bom governo das sociedades (Leech e Leahy, 1991), sendo no entanto necessário proteger os accionistas, maioritários e minoritários, através de sistemas legais que prevejam essas situações. Por outro lado há autores como Jensen e Meckling (1976) e Bebchuk et al. (1999) e La Porta et al. (1999) que defendem o facto de a concentração de propriedade poder levar a menores desempenhos económicos, pois os interesses dos grandes accionistas podem muitas vezes estar desalinhados com os interesses dos restantes accionistas.

Segundo o Livro Branco (2006, pág.16) “o accionista maioritário está, por norma, directa ou indirectamente, envolvido na gestão e dispõe de mais informação que os accionistas minoritários. Pode usar esta assimetria de informação em proveito próprio, em prejuízo da empresa no seu todo, e dos accionistas minoritários em particular.”

De acordo com Leech e Leahy (1991) a concentração de propriedade conduz a um desempenho superior por partes das organizações. São disso exemplo diversos estudos, como o efectuado por Shleifer e Vishny (1986) e Agrawal e Mandelker (1990) que chegaram a uma relação positiva entre a concentração de propriedade e o desempenho económico, concluindo também que um aumento de acções por parte dos grandes accionistas conduz a um aumento de valor das empresas. Resultados semelhantes foram obtidos por Holderness e Sheehan (1985), Barclay e Holderness (1991) e Bethel et al. (1998). Estes concluíram que a aquisição por parte dos accionistas maioritários de um elevado número de acções conduzia a um aumento de valor das organizações.

Estudos realizados por Xu e Wang (1999) também encontraram uma relação positiva significativa entre o desempenho económico e a concentração de propriedade, utilizando o ROE e o ROA como medidas de desempenho.

Por outro lado autores como McConnell e Servaes (1990), Berghe e Carchon (2003) e Fernandez e Gomez (2002), este último utilizando o ROA, não encontraram uma relação significativa entre a concentração de propriedade e o desempenho económico das organizações.

III. Definição dos dados e metodologia

A amostra deste estudo é constituída pelas empresas cotadas no PSI-Geral, pertencentes à *Euronext* Lisboa entre os anos de 2007 a 2010.

Da amostra foram retiradas, devido a uma questão de comparabilidade, as empresas pertencentes ao sector financeiro, por utilizarem um sistema contabilístico diferente nas demonstrações financeiras e as sociedades anónimas desportivas do Sporting Clube de Portugal, Sport Lisboa e Benfica e Futebol Clube do Porto, por elaborarem as demonstrações financeiras tendo em conta o ano da época desportiva e não o ano civil.

Dado a amostra ser constituída por dados referentes ao período entre 2007 e 2010, a empresa F. Ramada Investimentos foi excluída pois foi constituída em 2 de Junho de 2008, assim como a EDP Renováveis SA e a Sonae Capital SGPS, SA que foram constituídas no final de 2007.

Foram também excluídas da amostra, a Vista Alegre Atlantis e a Papelaria Fernandes Indústria por falta de dados e a Sacyr Vallehermoso, por não ter sede em Portugal.

Por fim excluiu-se a EDP dado ser a única empresa que adoptou como modelo de *Corporate Governance* o modelo Dualista.

Deste modo a amostra final é constituída por 35 empresas num total de 140 observações, sendo que os dados foram recolhidos através dos Relatórios e Contas Consolidadas anuais assim como dos Relatórios de Governo Societário.

3.1. Definição das Variáveis

Este estudo pretende analisar o impacto de diferentes mecanismos de *CG*, como a Dimensão do Conselho de Administração (DIMCA), a Independência do Conselho de Administração (IMDCA), e a Concentração de Propriedade (CONCP) assim como o tipo de modelo adoptado, no desempenho das empresas, através da técnica de regressão linear múltipla.

De seguida iremos analisar cada uma das variáveis e a sua importância para o modelo escolhido.

3.1.1 Variáveis Dependentes

Rácio Q de Tobin (Q)

O Q de Tobin foi apresentado originalmente por Tobin e Brainard (1968) e Tobin (1969) sendo determinado pela relação entre o valor de mercado de uma empresa e o valor de substituição dos seus activos líquidos, logo o rácio Q de Tobin dá-nos a relação entre o valor de mercado e o custo de substituição dos activos líquidos.

Deste modo, quando Q é maior do que 1, as empresas são incentivadas a investir, pois o custo do investimento representado pelo valor de reposição dos activos irá ser inferior ao valor da organização, por outro lado, se o Q for menor que 1 o custo de substituição dos activos irá ser superior ao valor da empresa, sendo deste modo desincentivadas a investir (Lindenberg e Ross, 1981).

É um rácio com grande utilidade em diversas áreas de pesquisa, nomeadamente em casos onde se procura analisar o desempenho económico das organizações. Exemplo disso são estudos efectuados por Shleifer e Vishny (1988), Agrawal e Knoeber (1996) e La Porta et al. (1999).

Devido à dificuldade de determinar o valor de mercado da dívida e o valor de reposição dos activos das organizações e de maneira a simplificar a recolha dos dados, optou-se por usar um

modelo alternativo para o cálculo do Q de Tobin, o “Q aproximado”, proposto por Chung e Pruitt (1994), que através de um estudo realizado com base em dados de 40 empresas entre 1978 e 1987 chegaram à conclusão que cerca de 96,6% da variabilidade do Q de Tobin era explicado pelo “Q aproximado”

Deste modo, o “Q aproximado” irá ser dado por:

$$Q = \frac{(VM + D)}{AT} \quad (1)$$

Em que:

VM = Valor de Mercado das Acções ou Capitalização Bolsista

D = Valor Contabilístico da Dívida

AT = Valor Contabilístico do Activo Total

Rendibilidade do Activo (ROA)

O ROA é dado pelo rácio entre o Resultado Líquido e o Activo Total. Este indica-nos a rendibilidade dos activos totais numa empresa, ou seja dá-nos a informação sobre a capacidade dos activos da empresa em gerar resultados. Deste modo quanto maior o índice, melhor será o desempenho económico da organização.

O ROA é dado por:

$$ROA = \frac{RL_N}{AT_N} * 100 \quad (2)$$

Em que:

RL = Resultado Líquido

AT = Activo Total

Vários autores como Daily e Dalton (1993), Klein (1998) e Kiel e Nicholson (2003) utilizaram esta métrica para avaliar o desempenho económico das organizações.

Rendibilidade do Capital Próprio (ROE)

De acordo com Neves (2001, pág.85) o ROE “é a medida de eficiência privilegiada dos accionistas e investidores”. Este permite aferir de que forma o capital investido pelos accionistas é remunerado e é dado por:

$$ROE = \frac{RL_N}{CP_N} * 100 \quad (3)$$

Em que:

RL = Resultado Líquido

CP = Capital Próprio

3.1.2. Variáveis Independentes

Dimensão do Conselho de Administração (DIMCA)

Esta variável é constituída pelo número total de membros constituintes de cada conselho de administração.

Como se viu anteriormente espera-se que esta variável esteja negativamente relacionada com o desempenho económico das empresas (Jensen, 1993) ou seja, que conselhos de administração mais pequenos levem a melhores desempenhos económicos, Yermarck (1996).

Independência do Conselho de Administração (IMDCA)

A independência do conselho de administração é um dos mecanismos de CG que mais tem sido estudado ao longo dos anos para se perceber a sua influência no desempenho económico das organizações.

Neste estudo, para se determinar esta variável teve-se em atenção o facto de nem sempre um administrador externo possuir os requisitos de um administrador independente. Deste modo, só se teve em conta os administradores das empresas que sigam a recomendação nº II.1.2.2 da CMVM e que cumpram os requisitos previstos no art. 414º, nº 5 do CSC.

Deste modo define-se a variável IMDCA, através da proporção entre membros independentes do conselho de administração e o número total de membros do conselho de administração.

Ezzamel e Watson (1993) e Agrawal e Knoeber (1996) foram alguns dos autores que estudaram a influência da independência do conselho de administração no desempenho das organizações.

Concentração de Propriedade (CONCP)

Esta variável refere-se às participações dos cinco maiores accionistas de cada empresa. No caso em que as organizações não eram constituídas por cinco grandes accionistas, teve-se em conta aqueles que detinham participações qualificadas representativas de pelo menos 2% do capital social da empresa, de acordo com o art. 20º do CVM.

Tipo de modelo de *Corporate Governance* (MODEL)

Esta variável tem em conta os modelos de *CG* adoptados pelas empresas em análise. Criou-se para o efeito uma variável *dummy*, assumindo esta o valor 0 perante o modelo Latino e 1 para o modelo Anglo-Saxónico.

De destacar que o modelo Dualista não foi tido em conta neste estudo, pois só uma empresa adoptava este modelo sendo por isso excluído da análise.

3.2. Metodologia

Este estudo pretende analisar o impacto de certos mecanismos de *CG*, assim como o modelo de *CG* adoptado pelas empresas no desempenho das organizações durante o período compreendido entre 2007 e 2010. Tendo em conta estas características efectuou-se o estudo através da metodologia da regressão linear múltipla com dados em painel, o qual é caracterizado por uma análise quantitativa das relações, utilizando para o efeito o programa estatístico *STATA 9.2*.

Relativamente à amostra, o painel é designado por balanceado, pois para cada indivíduo *i* dispomos do mesmo número de dados temporais não se verificando por isso falta de observações para cada empresa.

De modo a avaliar o impacto de alguns mecanismos de *CG* assim como o tipo de modelo de cada organização no desempenho económico das empresas, propôs-se os seguintes modelos:

$$Q_{it} = \alpha + \beta_1 DIMCA_{it} + \beta_2 IMDCA_{it} + \beta_3 CONCP_{it} + \beta_4 MODEL_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

$$ROA_{it} = \alpha + \beta_1 DIMCA_{it} + \beta_2 IMDCA_{it} + \beta_3 CONCP_{it} + \beta_4 MODEL_{it} + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

$$ROE_{it} = \alpha + \beta_1 DIMCA_{it} + \beta_2 IMDCA_{it} + \beta_3 CONCP_{it} + \beta_4 MODEL_{it} + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

Sendo que o índice *i* diz respeito à empresa (*i*=1,...,35) e o índice *t* corresponde ao ano em causa (*t*=2007, 2008, 2009, 2010).

Relativamente às variáveis, as dependentes irão ser diferentes em cada um dos modelos (*Q*, *ROA* e *ROE*) enquanto que as restantes serão as independentes e são iguais para os três modelos. Relativamente ao parâmetros, α é uma constante, os β são os coeficientes associados às respectivas variáveis independentes a serem estimados pelo modelo e ε é o erro ou resíduo do modelo.

O modelo vai ser estimado segundo o método dos mínimos quadrados ordinários (*OLS*) assim como por dois métodos para dados em painel, o *Random Effects (RE)* e o *Fixed Effects (FE)*.

A grande diferença entre a utilização dos *RE* ou *FE*, é que no *RE*, a estimativa é feita introduzindo a heterogeneidade dos indivíduos no termo de erro, considerando a constante não como um parâmetro fixo mas como um parâmetro aleatório não observável, ao passo que nos *FE* a estimativa é feita assumindo que a heterogeneidade dos indivíduos se capta na parte constante, que é diferente de indivíduo para indivíduo, ou seja, a parte constante α_i é diferente para cada indivíduo, captando diferenças invariantes no tempo (Wooldridge 2006).

De modo a definir se o modelo indicado para estudar a regressão seria o *RE* ou *FE*, efectuou-se o *Hausman Test* (Hausman, 1978) em que a hipótese nula (ausência de correlação entre os erros específicos e os regressores), nos indica que o modelo mais indicado é o de *RE* em detrimento do *FE*.

Na estimação do modelo foi utilizada a opção *robust* do *Stata* de modo a prevenir a presença de heteroscedasticidade, salvaguardando uma maior exactidão nas estimativas.

3.3. Hipóteses de estudo

De acordo com o objecto em estudo, formularam-se as seguintes hipóteses:

- **H₁:** Verifica-se uma relação positiva entre o Q Tobin e a concentração de propriedade e independência do conselho de administração
- **H₂:** Verifica-se uma relação positiva entre o ROA e a concentração de propriedade e independência do conselho de administração.
- **H₃:** Verifica-se uma relação positiva entre o ROE e a concentração de propriedade e independência do conselho de administração.
- **H₄:** Não existe uma relação entre a escolha de um modelo de *Corporate Governance* e o desempenho económico das empresas.
- **H₅:** Verifica-se uma relação negativa entre o desempenho económico das empresas e a dimensão do conselho de administração.

Deste modo relativamente à DIMCA espera-se que este afecte negativamente o desempenho económico das organizações (Jensen 1993), prevendo-se que o coeficiente estimado seja

negativo ($\beta_1 < 0$). Contrariamente, espera-se que o valor estimado dos coeficientes da variável IMDCA seja positivo ($\beta_2 > 0$) assim como os coeficientes da variável CONCP ($\beta_3 > 0$).

Quanto à variável MODEL pretende-se perceber se a escolha de um modelo de *Corporate Governance* influencia o desempenho económico das empresas

De acordo com a revisão de literatura efectuada, espera-se que os coeficientes estudados (β) assumam os sinais de acordo com a Tabela 1:

Tabela 1 – Sinais Esperados para os Mecanismos de *Corporate Governance*

Variáveis Independentes	Símbolo	Modelos		
		(4)	(5)	(6)
Dimensão do CA	DIMCA	-	-	-
Independência do CA	IMDCA	+	+	+
Concentração de Propriedade	CONCP	+	+	+

IV. Análise de resultados

Estatística Descritiva das Variáveis

Relativamente à estatística descritiva das variáveis podemos verificar através da análise da tabela 2 que o Q de Tobin diminuiu de um valor médio de 1,5 em 2007 para 0,9 em 2010 embora se tenha verificado um aumento de 2008 para 2009.

Assistiu-se também a uma diminuição do ROA, tendo sido mais significativo de 2007 a 2008 onde chegou a ser negativo (-0,014), podendo ser explicado pela crise que se fazia sentir em Portugal tendo consequências nomeadamente na bolsa portuguesa onde se registou uma grande desvalorização do PSI-20. Relativamente ao ROE verificou-se uma diminuição de 2007 a 2010, sendo que em 2008 apresentou um valor bastante mais elevado que os outros anos (0,991).

Quanto à análise das variáveis independentes constatamos que a IMDCA sofreu um aumento de 8%, passando de aproximadamente 17% em 2007 para 25% em 2010. Constata-se também que no período em análise existem empresas que não possuem membros externos no conselho de administração. No que diz respeito à DIMCA verificou-se um aumento médio passando de 8 membros em 2007 para 9 em 2010, embora se tenha assistido a uma diminuição do valor máximo de 22 membros em 2007 para 20 em 2010. Relativamente a outra das variáveis em estudo, a COMCP, verificamos que esta assume valores elevados em qualquer

um dos anos do período em análise, verificando-se um aumento do valor médio de 69,08% em 2007 para 73,33% em 2010, sendo o valor máximo superior a 99% em qualquer um dos anos em análise. Esta elevada concentração de propriedade nas empresas portuguesas pode ser atribuída ao facto de muitas das empresas em análise adoptarem o modelo Latino. Verifica-se que das 35 empresas da amostra 27 adoptaram o modelo Latino e 8 o modelo Anglo-Saxónico, sendo que esta escolha se manteve constante ao longo do período em análise (ver anexo – Tabela A).

Tabela 2 – Estatística Descritiva das Variáveis

Painel A: Ano 2007						
	Q	ROA	ROE	DIMCA	IMDCA	CONCP
Média	1,457	0,031	0,257	8,257	0,172	0,691
Mínimo	0,863	-0,12	-0,141	3	0	0,211
Máximo	3,603	0,127	4,263	22	0,6	0,994
Desvio Padrão	0,61	0,04	0,71	4,083	0,197	0,192
Observações (N)	140	140	140	140	140	140
Painel B: Ano 2008						
	Q	ROA	ROE	DIMCA	IMDCA	CONCP
Média	1,106	-0,014	0,991	9,057	0,178	0,713
Mínimo	0,713	-0,346	-1,218	3	0	0,354
Máximo	1,682	0,067	27,94	21	0,625	0,997
Desvio Padrão	0,238	-0,014	4,8	4,014	0,197	0,179
Observações (N)	140	140	140	140	140	140
Painel C: Ano 2009						
	Q	ROA	ROE	DIMCA	IMDCA	CONCP
Média	1,22	0,018	0,196	9,171	0,197	0,719
Mínimo	0,762	-0,136	-0,432	3	0	0,379
Máximo	2,053	0,07	4,067	25	0,625	0,997
Desvio Padrão	0,325	0,042	0,708	4,416	0,19	0,182
Observações (N)	140	140	140	140	140	140
Painel D: Ano 2010						
	Q	ROA	ROE	DIMCA	IMDCA	CONCP
Média	0,884	0,028	0,099	9,4	0,252	0,733
Mínimo	0,11	-0,099	-0,498	3	0	0,373
Máximo	4,78	0,374	1,231	20	0,625	0,997
Desvio Padrão	0,832	0,074	0,291	4,117	0,214	0,18
Observações (N)	140	140	140	140	140	140

Notas: Q Tobin = (Capitalização Bolsista + Valor Contabilístico da Dívida)/Valor Contabilístico Total; ROA= Resultado Líquido/Activo Total; ROE= Resultado Líquido/Capital Próprio.

DIMCA: Logaritmo natural do número total de membros do C.A; IMDCA: Proporção entre os membros independentes do CA e o total de membros do CA; CONCP: Soma das participações qualificadas no capital dos 5 maiores accionistas e/ou percentagem de capital superior a 2%.

Matriz de Correlação das Variáveis

Na tabela 3 são apresentados os coeficientes de correlação de *Pearson* entre as diferentes variáveis:

Tabela 3 – Matriz de Correlação das Variáveis

	Q	ROA	ROE	DIMCA	IMDCA	CONCP	MODEL
Q	1						
ROA	0,144*	1					
ROE	0,043	-0,494***	1				
DIMCA	0,099	0,455***	-0,133	1			
IMDCA	0,022	0,230***	-0,115	0,321***	1		
CONCP	-0,210**	-0,181**	0,015	-0,326***	-0,258***	1	
MODEL	0,1379	0,238***	-0,047	0,375***	0,530*	-0,309***	1

N =140 . *,** e *** indicam significância estatística ao nível de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Constatamos que das três variáveis dependentes, ROA é a única variável que apresenta uma associação linear significativa com as restantes variáveis independentes.

Relativamente à associação linear entre as variáveis dependentes só não se verifica uma correlação significativa entre o Q Tobin e o ROE. De destacar também a relação positiva entre o Q Tobin com o ROA e o ROE, sendo que o ROA e o ROE apresentam uma relação negativa significativa ao nível de 1%.

Quanto à variável MODEL, constatamos que esta tem uma relação positiva e estatisticamente significativa com o ROA, a DIMCA e a IMDCA. Relativamente à CONCP, apresenta uma relação negativa sendo que também é estatisticamente significativa ao nível de 1%.

Outro aspecto relevante é o facto da variável CONCP apresentar uma correlação negativa com todas as variáveis, exceptuado com o ROE e de as variáveis independentes apresentarem entre si uma correlação significativamente estatística.

Como foi dito anteriormente estimou-se o modelo segundo dois métodos para dados em painel, o RE e o FE, tendo-se de seguida efectuado o *Hausman Test* (1978), de modo a testar a hipótese nula (H_0) que nos diz que o modelo mais apropriado é o RE contra a hipótese alternativa.

Depois de efectuado o *Hausman Test* para as três regressões (tabela 4) podemos verificar que o modelo de RE é o mais apropriado para o modelo estimado com as variáveis dependentes

ROA e ROE, dado que para o Q Tobin o *FE* é o mais apropriado. De destacar a utilização da opção *Robust* em todos os modelos, como foi dito anteriormente.

Tabela 4 – Hausman Test

Variáveis Dependentes	χ^2	Prob > χ^2
Q Tobin	9,17	0,027
ROA	5,70	0,127
ROE	0,43	0,934

Resultados dos Modelos de Regressão Linear – Q de Tobin

A tabela 5 apresenta os resultados da variável dependente Q Tobin.

Tabela 5 – Resultados dos Modelos de Regressão Linear – variável dependente Q Tobin

Variável Dependente Q Tobin			
	FE	RE	OLS
Constante	2,734*** (0,632)	1,788*** (0,568)	1,595*** (0,465)
DIMCA	-0,096* (0,056)	-0,006 (0,020)	0,003 (0,017)
IMDCA	-0,538 (0,429)	-0,432 (0,288)	-0,293 (0,257)
CONCP	-0,835 (0,748)	-0,749 (0,550)	-0,613 (0,448)
MODEL	(dropped)	0,221 (0,164)	0,172 (0,130)
R ²	0,030	0,070	0,057
N	140	140	140

Notas: Q Tobin = (Capitalização Bolsista + Valor Contabilístico da Dívida)/Valor Contabilístico Total; ROA= Resultado Líquido/Activo Total; ROE= Resultado Líquido/Capital Próprio.

DIMCA: Logaritmo natural do número total de membros do C.A; IMDCA: Proporção entre os membros independentes do CA e o total de membros do CA; CONCP: Soma das participações qualificadas no capital dos 5 maiores accionistas e/ou percentagem de capital superior a 2%; MODEL, tipo de modelo de *Corporate Governance* adoptado.

Valores entre parêntesis correspondem ao desvio padrão.

*, ** e *** indicam significância estatística ao nível de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Relativamente às variáveis independentes podemos concluir que tanto a IMDCA como a CONCP não apresentam significância estatística. Autores como McConnell e Servaes (1990) e Hermalin e Weisbach (1991) também não chegaram a uma relação significativa entre o desempenho económico e estas variáveis.

Quanto à variável DIMCA, de acordo com o esperado, apresenta uma relação negativa com o Q Tobin com significância estatística ao nível de 10%. Autores como Yermack (1996) também chegaram à mesma conclusão. Deste modo verifica-se que quanto menor for o conselho de administração, melhor será o desempenho económico das organizações.

Relativamente à variável *dummy* que nos indica o modelo escolhido pelas organizações, verificámos que devido ao facto de se ter mantido constante ao longo do período em análise, acabou por ser excluído do modelo pelo *Stata* devido a problemas de colinearidade.

Deste modo optou-se por analisar os resultados através da regressão feita pelos *OLS*.

Verificámos algumas alterações relativamente à análise feita através do *OLS* e do *FE*, nomeadamente no que diz respeito ao coeficiente da variável DIMCA, apresentando um sinal positivo embora continue a ser considerada estatisticamente insignificativa. Autores como Jong et al. (2000) também encontraram uma relação insignificativa entre a dimensão do CA e o desempenho das mesmas. Relativamente à variável *dummy* MODEL constatámos que apresenta um coeficiente positivo mas sem significância estatística.

Quanto às hipóteses concluímos que apenas a H_4 irá ser validada pois o coeficiente da variável MODEL não apresenta significância estatística. Deste modo verificámos que a escolha de um modelo de *Corporate Governance* não irá ter influência no desempenho económico da empresa.

Quanto a H_1 e H_5 estas não irão ser validadas pois tanto a CONCP e a IMDCA na H_1 e a DIMCA na H_5 , apresentaram coeficientes com sinal contrário ao esperado, e sem significância estatística.

Resultados dos Modelos de Regressão Linear – ROA

De acordo com a tabela 6 podemos verificar algumas diferenças relativamente à análise efectuada anteriormente, sendo que a variável ROA irá ser analisada através do modelo de RE.

Tabela 6 – Resultados dos Modelos de Regressão Linear – variável dependente ROA

Variável Dependente ROA			
	FE	RE	OLS
Constante	0,029 (0,056)	-0,034 (0,052)	-0,045 (0,041)
DIMCA	-0,005 (0,006)	0,006** (0,002)	0,007*** (0,002)
IMDCA	0,056 (0,043)	0,025 (0,028)	0,024 (0,025)
CONCP	0,272 (0,059)	-0,012 (0,051)	-0,006 (0,041)
MODEL	(dropped)	0,008 (0,013)	0,006 (0,010)
R ²	0,291	0,433	0,217
N	140	140	140

Notas: Q Tobin = (Capitalização Bolsista + Valor Contabilístico da Dívida)/Valor Contabilístico Total; ROA= Resultado Líquido/Activo Total; ROE= Resultado Líquido/Capital Próprio.

DIMCA: Logaritmo natural do número total de membros do C.A; IMDCA: Proporção entre os membros independentes do CA e o total de membros do CA; CONCP: Soma das participações qualificadas no capital dos 5 maiores accionistas e/ou percentagem de capital superior a 2%; MODEL, tipo de modelo de *Corporate Governance* adoptado.

Valores entre parêntesis correspondem ao desvio padrão.

*, ** e *** indicam significância estatística ao nível de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Neste caso a variável DIMCA apresenta um sinal positivo, contrariando o resultado esperado - menores dimensões do conselho de administração levariam a melhores desempenhos económicos - sendo que esta variável é estatisticamente explicativa ao nível de 5%.

Também no caso da variável CONCP o resultado foi diferente do esperado apresentando um sinal negativo, para além de não apresentar significância estatística, como foi o caso do estudo efectuado por Fernandez e Gomez (2002), que incidiu sobre as grandes empresas espanholas. Já a IMDCA segue as linhas da literatura existente, assumindo um valor positivo, embora não apresente significância estatística, e mostra uma vez mais que um conselho de administração com uma maior proporção de membros externos leva a um melhor desempenho económico.

Relativamente à variável *dummy* esta apresenta um valor positivo mas sem significância estatística.

Concluimos então que H_2 é parcialmente validada pois só o coeficiente da variável IMDCA apresenta o sinal esperado embora não seja estatisticamente significativa nem ao nível da IMDCA nem da CONCP. Quanto à H_4 , verificámos que não se rejeita pois constatámos que o coeficiente da variável MODEL não apresenta significância estatística. Por fim rejeitamos H_5 pois o sinal obtido foi contrário ao que se esperava, apresentado um sinal positivo embora sem significância estatística.

Resultados dos Modelos de Regressão Linear – ROE

Por fim a tabela 7 indica-nos a análise da última variável dependente, o ROE, que foi analisado como vimos anteriormente pelo método de RE.

Tabela 7 – Resultados dos Modelos de Regressão Linear – variável dependente ROE

Variável Dependente ROE			
	FE	RE	OLS
Constante	1,247 (0,990)	1,647*** (0,900)	1,681** (0,825)
DIMCA	0,025 (0,106)	-0,073 (0,07)	-0,077 (0,062)
IMDCA	-2,510 (2,811)	-1,495 (0,918)	-1,345*** (0,786)
CONCP	-0,817 (1,664)	-0,531 (1,128)	-0,560 (0,980)
MODEL	(dropped)	0,302 (0,900)	0,275 (0,244)
R^2	0,007	0,06	0,027
N	140	140	140

Notas: Q Tobin = (Capitalização Bolsista + Valor Contabilístico da Dívida)/Valor Contabilístico Total; ROE= Resultado Líquido/Activo Total; ROE= Resultado Líquido/Capital Próprio.

DIMCA: Logaritmo natural do número total de membros do C.A; IMDCA: Proporção entre os membros independentes do CA e o total de membros do CA; CONCP: Soma das participações qualificadas no capital dos 5 maiores accionistas e/ou percentagem de capital superior a 2%; MODEL, tipo de modelo de *Corporate Governance* adoptado.

Valores entre parêntesis correspondem ao desvio padrão.

*, ** e *** indicam significância estatística ao nível de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Verificámos que todas as variáveis, exceptuando a variável dummy, apresentam sinais negativos.

Deste modo concluimos que tanto a IMDCA assim como a CONCP vão contra os resultados esperados, ao passo que a DIMCA irá afectar negativamente o desempenho da organização

como esperado, apresentando um sinal negativo. De realçar também que nenhuma das variáveis apresenta significância estatística.

Já a variável *dummy* MODEL terá um impacto positivo no desempenho económico da organização apresentando um valor de 0,302, embora sem significância estatística.

Através da análise dos resultados verificámos que tanto H_4 e H_5 irão ser validadas. Relativamente à H_4 constatámos que o coeficiente da variável MODEL não apresenta significância estatística, sendo que na H_5 o coeficiente da variável DIMCA irá afectar negativamente o desempenho económico, apesar de não ser considerada estatisticamente relevante.

Por fim rejeitamos H_3 pois tanto IMDCA como a CONCP, apresentam sinais contrários ao esperados, tendo um impacto negativo no desempenho económico das organizações.

V. Conclusão

5.1. Considerações finais

Com a realização deste estudo pretendeu-se analisar a influência dos modelos de CG no desempenho económico das empresas portuguesas cotadas em bolsa, assim como alguns mecanismos de CG durante o período de 2007 a 2010.

Quanto ao impacto da escolha do modelo de CG no desempenho económico é de destacar que não se chegou à conclusão esperada. Esta variável mostrou ser estatisticamente insignificante, independentemente das medidas de desempenho utilizadas, sendo que uma das prováveis causas terá sido o relativamente pequeno tamanho da amostra, assim como o curto período em análise.

No que concerne aos mecanismos de CG analisados os resultados obtidos foram em parte diferentes do esperado. Deste modo relativamente ao Q TOBIN, verificámos que nenhuma variável mostrou ser estatisticamente relevante, apresentando os seus coeficientes sinais contrários aos esperados. Para a variável MODEL verificámos que esta se assumiu como estatisticamente irrelevante. Deste modo concluímos que relativamente ao Q TOBIN não existe uma relação entre a escolha de um modelo de CG e o desempenho económico das empresas portuguesas cotadas em bolsa. Quanto ao ROA apesar de a IMDCA apresentar o sinal esperado esta não se revelou estatisticamente significativa indo de acordo com estudos

efectuados por Haniffa e Hudaib (2006), Klein (1998), e Hermalin e Weishbach (1991). Contrariamente ao esperado tanto a DIMCA como a CONCP apresentaram sinais contrários aos da revisão de literatura efectuada, tendo a variável DIMCA demonstrado ser estatisticamente significativa. Autores como Adams e Mehran (2003), Kiel e Nicholson (2003) chegaram a estes mesmos resultados. Assim concluímos que quanto maior for a DIMCA melhor será o desempenho económico das empresas portuguesas em análise. Em relação ao ROE verificámos que apesar de a DIMCA ter apresentado o sinal esperado esta não se mostrou estatisticamente significativa. Quanto às variáveis CONCP e IMDCA estas apresentaram sinais negativos contrariando a revisão de literatura efectuada, não apresentando significância estatística.

5.2. Críticas e limitações

Algumas limitações deste estudo dizem respeito à amostra, tanto ao nível da dimensão como da composição. Comparada com outros estudos verificámos que a dimensão da amostra é relativamente pequena (somente 140 observações) sendo de realçar o facto de ser constituída apenas por empresas pertencentes ao PSI-Geral, ficando de parte as que não se encontravam cotadas. Seria interessante perceber a que resultados chegaríamos sem estas limitações.

Outro aspecto importante é o facto do período em análise (2007 a 2010) ter sido bastante fustigado pela crise financeira mundial. Deste modo os resultados obtidos também reflectem um pouco do momento conturbado que se viveu a nível financeiro.

5.3. Sugestões para investigações futuras

Relativamente a pistas de investigações futuras seria interessante estudar amostras de maiores dimensões, de modo a aumentar o nível de confiança e obter resultados mais robustos assim como alargar a sua composição de modo a incluir não só as empresas cotadas em bolsa.

Seria também importante efectuar este estudo após o fim da crise financeira actual, de modo a perceber-se até que ponto o período em análise teve influência nos resultados obtidos. Outro dos aspectos a ter em atenção numa investigação futura seria a inclusão de variáveis de controlo, de modo a explicar melhor as variáveis de desempenho económico, como o sector de actividade económica, a dimensão das organizações, o nível de endividamento, entre outros.

Apesar deste estudo se ter focado nos mecanismos de controlo interno, seria interessante perceber o impacto de outros mecanismos de CG no desempenho económico das organizações.

A explorar fica o estudo de sinergias que se poderão gerar por via da adopção simultânea de boas práticas de CG e responsabilidade social e da adopção voluntária das normas e regulamentos de CG por sociedades e organizações que a eles não estejam obrigados. Será igualmente interessante perceber e avaliar a partir de que nível de dimensão e estrutura se revelará sustentável e adequado a adopção daquelas normas e princípios por estas organizações.

VII. Referências

- Adams, R.; Mehran, H., 2003, "Is Corporate Governance Different for Bank Holding Companies?", Working Paper, Federal Reserve Bank of New York.
- Agrawal, A.; Knoeber, C., 1996, "Firm performance and mechanism to control agency problems between managers and shareholders", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31 (3), p.377- 397.
- Agrawal, A.; Mandelker, G., 1990, "Large shareholders and the monitoring of managers: the case of antitakeover charter amendments", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 25 (2), p.143-161.
- Alves, C.; Mendes, V., 2001, "As Recomendações da CMVM Relativas ao Corporate Governance e a Performance das Sociedades", Caderno do Mercado de Valores Mobiliários (II Parte – Publicação de Estudos por ocasião do 10º aniversário da CMVM), 12, p. 57-88.
- Alves, C.; Mendes, V., 2001 "Corporate Governance Policy and Company desempenho económico: the case of Portugal", Faculdade de Economia do Porto, Portugal (working Paper nº112).
- Andres, P.A.; Azofra, V.; Lopez, F., 2005, "Corporate boards in some OECD countries: Size, composition, functioning and effectiveness", *Corporate Governance: An International Review*, 13, p.197-210.
- Baker, G.; Jensen, M.; Murphy, K., 1988, "Compensation and incentives: practice vs. theory", *Journal of Finance*, 43 (3), p.593-616.
- Barclay, M.J.; Holderness, C.G., 1991, "Negotiated block trades and corporate control", *Journal of Finance*, 46, p. 861-878.
- Baysinger, B.; Butler, H., 1985, "Corporate governance and the board of directors: performance effects of changes in board composition", *Journal of Law, Economics and Organization*, 1 (1), p. 101-124.
- Baysinger, B.; Hoskisson, R., 1990, "The Composition of Boards of Directors and Strategic Control: Effects on Corporate Strategy", *Academy of Management Review*, 15 (1), p.72-87.

Bebchuck, L; Hamdani, A., 2009, "The elusive quest for global governance standards", *University of Pennsylvania Law Review*, 157 (5), p.1263-1317.

Beiner, S.; Drobetz, W.; Schmid, M.; Zimmermann, H., 2004, "An integrated framework of Corporate Governance and firm valuation – evidence from Switzerland", European Corporate Governance Institute, Working paper nº 34.

Berghe, L.A.A.; Carchon, S., 2003, "Agency relations within the family business system: An explanatory approach", *Corporate Governance: An International Review*, 11(3).

Bethel, J.E.; Liebeskind, J.P.; Opler, T., 1998, "Block Share Purchase and Corporate Performance", *The Journal of Finance*, 53 (2), p. 605-634.

Bhagat, S.; Black, B., 1999, "The Uncertain Relationship Between Board Composition and Firm Performance", *Business Lawyer*, 54, p.921-963.

Bhagat, S.; Black, B., 2002, "The non-correlation between board independence and long-term firm performance", *Journal of Corporation Law*, 27, p.231-273.

Cadbury Report, 1992, "Report of the committee on the financial aspects of corporate governance", Gee Publishing Ltd, London.

Câmara, P., 2001, "O Governo das Sociedades em Portugal: uma introdução", *Caderno do Mercado de Valores Mobiliários (II Parte – Publicação de Estudos por ocasião do 10º aniversário da CMVM)*, 12, p. 45-56.

Chaganti, R.S.; Mahajan, V.; Sharma, S., 1985, "Corporate Board Size, Composition and Corporate Failures in the Retailing Industry", *Journal of Management Studies*, 22 (4), p.400-417.

Charreaux, G., 2000, "Le Conseil D'administration Dans les Théories de la Gouvernance", *Dossier Conseil D'administration, Organe De Contrôle e de Protection e des Actionnaires*, p.6-17.

Chung, K.; Pruitt, S., 1994, "A simple approximation of Tobin's Q", *Financial Management*, 23 (3), p.70-74.

CMVM, 2005, "Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas".

CMVM, 2006, “Governo das sociedades anónimas: propostas de alteração ao código das sociedades comerciais”, processo de consulta pública nº1/2006.

Código das Sociedades Comerciais, Edição de 2012, Almedina, Lisboa.

Daily, C.; Dalton, D., 1992, “The Relationship between Governance Structure and Corporate Performance in Entrepreneurial Firms”, *Journal of Business Venturing*, 7 (5), p.375-386.

Daily, C.; Dalton, D., 1993, “Board of Directors Leadership and Structure: Control and Performance Implications”, *Entrepreneurship Theory and Practice*, p.65–81.

Daily, C.; Dalton, D., 1998, “Does board composition affect corporate performance? No!”, *Directorship*, 24 (7), p.7-9.

Dalton, D.; Daily, C.; Elistrand, A.; Johnson, J., 1998, “Meta-analytic reviews of board composition, leadership structure, and financial performance”, *Strategic Management Journal*, 19 (3), p.269-290.

Dalton, D.; Daily, C.; Elistrand, A.; Johnson, J., 1999, “Number of directors and financial performance: a meta-analysis”, *Academy of Management Journal*, 43 (6), p.29-47.

Denis, D., 2001, “Twenty-five years of corporate governance research and counting”, *Review of Financial Economics*, p.191-212.

Dulewicz, V.; Herbert, P., 2004, “Does the Composition and Practice of Boards of Directors Bear any Relationship to the Performance of their Companies?”, *Corporate Governance: An International Review*, 12 (3), p.263-280.

Eisenberg, T.; Sundgren, S.; Wells, M., 1998, “Larger board size and decreasing firm value in small firms”, *Journal of Financial Economics*, 48 (1), p.35-54.

Esperança, J.P.; Sousa, A.; Soares, E.; Pereira, I., 2011, “Corporate Governance no Espaço Lusófono”, 1ª Edição Lisboa, Texto Editores.

Ezzamel, M.; Watson, R., 1993, “Organizational Form, Ownership Structure and Corporate Performance: A Contextual Empirical Analysis of UK Companies”, *British Journal of Management*, 4 (3), p.161-176.

Fama, E., 1980, "Agency Problems and the Theory of the Firm", *Journal of Political Economy*, 88, p. 288-307.

Fama, E.; Jensen, M., 1983, "Agency Problems and Residual Claims", *Journal of Law and Economics*, 26, pp. 327-349.

Fama, E.; Jensen, M., 1983, "Separation of Ownership and control", *Journal of Law and Economics*, 46, p. 301-325.

Fernandez, C; Gomez, S., 2002, "Does ownership structure affect firm performance? Evidence from a continental-type governance system", University of Oviedo, Asturias (Working Paper).

Firth, M.; Fung, P.; Rui, O., 2002, "Simultaneous relationships among ownership, corporate governance and financial performance", Disponível em : <http://ssrn.com/abstract=337860>.

Guest, P., 2008, "The determinants of board size and composition: Evidence from the UK", *Journal of Corporate Finance*, 14(1), p.51-72.

Haniffa, R.; Hudaib, M., 2006, "Corporate Governance Structure and Performance of Malaysian Listed Companies", *Journal of Business Finance and Accounting*, 33 (7-8), p.1034-1062

Hausman, J. A., 1978, "Specification Tests in Econometrics," *Econometrica*, 46, p. 1251-1271.

Heidrick ;Struggles., 2003, "Is Your Board Fit for the Global Challenge?", *Corporate Governance in Europe*, London, p.4-39.

Hermalin, B.; Weisbach, S., 1991, "The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance", *Financial Management*, 20, p.101-112.

Hermalin,B.; Weisbach,S., 1998, "Endogenously Chosen Boards of Directors and their Monitoring of the CEO", *American Economic Review*, 88 (1), p. 96-118.

Holderness, C.; Sheehan, D., 1985, "Raiders or saviors? The evidence on six controversial investors", *Journal of Financial Economics*, 14, p. 555-579.

Jensen, M., 1983, "Organization theory and methodology", *Accounting Review*, 58 (2), p. 319-339.

Jensen, M., 1993. "The modern industrial revolution exit and the failure of internal control systems", *Journal of Finance*, 48, p.831-880.

Jensen, M., Meckling, W., 1976, "Theory of the Firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure". *Journal of financial Economics*, 3, p. 305-360.

Jong, A.; Dejon, D.V; mertens, G.M.H.; Wasley, 2000, "The role of self-regulation in corporate governance: Evidence from the Netherlands" Working Paper, Erasmus University Rotterdam.

Kiel, G.; Nicholson, G., 2003, "Board composition and corporate performance: How the Australian experience informs contrasting theories of corporate governance", *Corporate Governance*, 11, p189-205.

Klein, A., 1998, "Affiliated Directors: Puppets Of Management Of Effective Directors?", Working Paper, New York University.

Klein, P.; Shapiro, D.; Young, J., 2004, "Board Independence and the Family-Owned Firm", *Canadian Investment Review*, 17(3), p.8-13.

La Porta, R.; Lopez-de-Silanes, F.; Shleifer, A.; Vishny, R, 1998, "Law and Finance", *Journal of Political Economy*, 107 (6), p. 1113-1155.

La Porta, R.; Lopez-de-Silanes F.; Shleifer A., 1999, "Corporate Ownership Around the World". *Journal of Finance*, 54 (2), p. 471-519.

La Porta, R., Lopez-de-silanes F., Shleifer A. e Vishny, R. (2000). "Investor Protection and Corporate Governance". *Journal of Financial Economics*, 58, p. 3-27.

La Porta, R., Lopez de Silanes, F., Shleifer, A. e Vishny, R. (2000), "Agency Problems and Dividend Policies around the World", *Journal of Finance*, 55, p. 1-33.

Leech, D.; Leahy, J., 1991, "Ownership structure, control type classifications and the performance of large British companies", *The Economic Journal*, 101 (409), p.1418-1437.

Lehn, K.; Suresh, P.; Zhao, M., 2003, "Determinants of the size and structure of corporate boards: 1935 - 2000", Working Paper, Katz Graduate School of Business.

Liang, N.; Li, J., 1999, "Board structure and firm performance: new evidence from China's private firm's", Paper presented at the Academy of Management Annual Conference, Chicago, USA, August 7-10.

Lindenberg, E.; Ross, S., 1981, "Tobin's Q ratio and Industrial organization", *Journal of Business*, 54 (1), p.1-32.

Lipton, M.; Lorsch, J., 1992, "A modest proposal for improved corporate governance", *Business Lawyer*, 48, p.59-77.

Loderer, C.; Peyer, U., 2002, "Board overlap, seat accumulation and share prices", *European Financial Management*, 8, p.165-92.

Mak, Y.; Kusnadi, Y., 2005, "Size really matters: further evidence on the negative relationship between board size and firm value", *Pacific-Basin Finance Journal*, 13 (3), p.301-318.

Mathiesen, 2002, "Management ownership and financial performance", PhD dissertation, Copenhagen Business School.

Matos, P., 2010, "A Relação Entre Accionistas e os Gestores das Sociedades Cotadas: Alguns Problemas e Soluções". Caderno do Mercado de Valores Mobiliários.

McConnell, J.; Servaes, H., 1990, "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value", *Journal of Financial Economics*, 27, p. 595-612.

McKnight, P.J.; Mira, S., 2003, "Corporate Governance Mechanisms, Agency Costs and Firm Performance in UK Firms", disponível em: <http://ssrn.com/abstract=460300>.

Neves, J. C., 2000, "Análise Financeira: Vol. I - Técnicas Fundamentais", 12ª Edição Lisboa: Texto Editora.

Neves, J. C., 2000, "Análise Financeira: Vol. II – Avaliação do Desempenho Baseada no Valor", 12ª Edição, Lisboa: Texto Editora.

Neves, J., 2001, "Avaliação do Desempenho Económico", Instituto Superior de Economia e Gestão: Departamento de Gestão, Lisboa.

OCDE, 1999, Os Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades, Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Económico, Paris (com revisão em 2004).

Ooghe, Hubert e Vuyst, Veerle, 2001, "The Anglo-Saxon versus the continental European Model: Empirical evidence of Board Composition in Belgium", Vlerick Leuven Gent Management School.

Pearce, J.; Zahra, S., 1991, "The Relative Power of Board of Directors: Association with Corporate Performance", *Strategic Management Journal*, 12 (2), p.135-153.

Pearce, J.; Zahra, S., 1992, "Board Composition From a Strategic Contingency Perspective.", *Journal of Management Studies*, 29(4), p. 411-438.

Peng, M. W., 2004, "Outside directors and firm performance during institutional transitions", *Strategic Management Journal*, 25(5), p. 435–471.

Pfeffer, J., 1972, "Size and composition of corporate boards of directors: The organization and its environment", *Administrative Science Quarterly*, 17, p.218–228.

Raheja, C.G., 2005, "Determinants of board size and composition: A theory of corporate boards", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 40, p.283-306.

Schellenger, M.; Wood, D.; Tashakori, A., 1989, "Board of Director Composition, Shareholder Wealth, and Dividend Policy", *Journal of Management*, 15 (3), p.457-67.

Shleifer, A.; Vishny, R., 1986, "Large shareholders and corporate control", *Journal of Political Economy*, 94 (3), p. 461-488.

Shleifer, A.; Vishny, R., 1997, "A survey of corporate governance", *Journal of Finance*, 52 (2), p. 737-783.

Silva, A. S., Vitorino, A., Alves, C. F., Cunha, J. A. da e Monteiro, M. A. (2006), Livro Branco sobre Corporate Governance em Portugal, Instituto Português de Corporate Governance.

Silva, J.; Antas, L.; Sá Costa, M.; Silveira, R., 2007, "Os Administradores Independentes das Sociedades Cotadas Portuguesas", Instituto Português de Corporate Governance, Lisboa.

Subrahmanyam, V.N.; Rangan N.; Rosenstein, S., 1997, "The Role of Outside Directors In Bank Acquisitions", *Financial Management*, 26, p.23-36.

Tobin, J., 1969, "General Equilibrium Approach to Monetary Theory", *Journal of Money*, 1(1).

Tobin, J.; Brainard, W., 1968, "Pitfalls in Financial Model Building", *American Economic Review*, 58 (2).

Weir, C., 1997, "Corporate Governance, performance and take-over's: an empirical analysis of UK merges", *Applied Economics*, 29 (11), p.1465-1475.

Weir, C.; Laing, D., 1999, "Governance Structure, Size and Corporate Performance in UK Firms", *Management Decision*, 37 (6), p.457-464.

Wooldridge, J. N., 2006, "Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data", The MIT Press.

Xu, X.; Wang, Y., 1999, "Ownership Structure and Corporate Governance in Chinese Stock Companies", *China Economic Review*, 10, p.75-98.

Yermack, D., 1996, "Higher market valuation of companies with a small board of directors", *Journal of Financial Economics*, 40, p.185-212.

Sites Consultados

http://www.cgov.pt/index.php?option=com_content&task=view&id=16&Itemid=14 [Acesso: em: 15/11/12]

<http://www.cmvm.pt/> [Acesso em: 15/11/12]

http://www.cmvm.pt/CMVM/Recomendacao/Recomendacoes/Soccot/Soccot_Set2007/Pages/indice.aspx#l.6 [Acesso em: 15/11/12]

<http://corpgov.net/library/corporate-governance-defined/> [Acesso em: 15/11/12]

<http://www.ecgi.org/codes/index.php> [Acesso em: 15/11/12]

<http://www.euronext.com/> [Acesso em: 15/11/12]

http://www.dn.pt/inicio/interior.aspx?content_id=648449&page=-1 [Acesso em: 15/11/12]

Anexo

Tabela A - Lista de empresas Incluídas na amostra

Símbolo	Empresa	Sector	Modelo de CG
ALTR	ALTRI SGPS	Industria Geral (Pasta de Papel)	Latino
BRI	BRISA	Industria dos Transportes	Latino
CPR	CIMPOR,SGPS	Construção e Materiais	Latino
CFN	COFINA,SGPS	Media	Latino
COMAE	COMPTA	Software e Serviços de Informática	Latino
COR	CORTICEIRA AMORIM	Industria Geral (Cortiça)	Latino
ESO	ESTORIL SOL P	Viagens e Lazer	Latino
FSP	FISIPE	Químicos	Latino
GAL	GALP ENERGIA-NOM	Petróleo e Gás	Latino
GLINT	GLINTT	Software e Serviços de Informática	Latino
IBS	IBERSOL,SGPS	Viagens e Lazer	Latino
GPA	IMOB.C GRAO PARA	Construção e Materiais	Latino
IPR	IMPRESA,SGPS	Media	Anglo-Saxónico
INA	INAPA-INV.P.GESTAO	Floreste e Papel	Anglo-Saxónico
JMT	J.MARTINS,SGPS	Retalho	Anglo-Saxónico
LIG	LISGRAFICA	Serviços de Suporte	Latino
MAR	MARTIFER	industria Geral	Latino
MCP	MEDIA CAPITAL	Media	Anglo-Saxónico
EGL	MOTA ENGIL	Construção e Materiais	Latino
NBA	NOVABASE,SGPS	Software e Serviços de Informática	Anglo-Saxónico
ORE	OREY ANTUNES ESC.	Industria dos Transportes	Latino
PTC	P.TELECOM	Telecomunicações Fixas	Anglo-Saxónico
PTI	PORTUCEL	Floreste e Papel	Latino
RED	REDITUS,SGPS	Software e Serviços de Informática	Anglo-Saxónico
RENE	REN	Electricidade	Anglo-Saxónico
SCOA	S.COSTA	Construção e Materiais	Latino
SVA	SAG GEST	Retalho	Latino
SEM	SEMAPA	Construção e Materiais	Latino
SON	SONAE	Retalho	Latino
SONI	SONAE IND.SGPS	Construção e Materiais	Latino
SNC	SONAECON,SGPS	Telecomunicações Móveis	Latino
SUCO	SUMOL+COMPAL	Bebidas	Latino
TDSA	TEIXEIRA DUARTE	Construção e Materiais	Latino
SCT	TOYOTA CAETANO	Engenharia Industrial	Latino
ZON	ZON MULTIMEDIA	Media	Anglo-Saxónico